

**PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DAN KEPEMILIKAN
PUBLIK TERHADAP NILAI PERUSAHAAN
(STUDI PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK
INDONESIA)**



SKRIPSI

**Diajukan untuk Melengkapi Tugas-Tugas dan Memenuhi
Syarat-Syarat guna Mencapai Gelar Sarjana Ekonomi
Jurusan Manajemen pada Fakultas Ekonomi
Universitas Sebelas Maret
Surakarta**

Oleh :

FANNY HANADI ARBI

NIM. F. 0206058

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS SEBELAS MARET
SURAKARTA**

2010

HALAMAN PERSETUJUAN PEMBIMBING

Skripsi dengan judul :

**PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DAN KEPEMILIKAN
PUBLIK TERHADAP NILAI PERUSAHAAN
(STUDI PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK
INDONESIA)**

Surakarta, 7 April 2010

Disetujui oleh:

**Drs. Harmadi, MM.
NIP 19580513 198403 1 001**

PENGESAHAN TIM PENGUJI

Telah disetujui dan diterima baik oleh tim penguji Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta untuk melengkapi tugas-tugas dan memenuhi syarat-syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Manajemen

Surakarta, 1 Mei 2010

Tim Penguji Skripsi

- | | | |
|--|---------------------------|----------------|
| 1. <u>Dra. Mahastuti Agung, M.Si.</u>
NIP. 19480622 197302 2 001 | Sebagai Ketua | (.....) |
| 2. <u>Drs. Harmadi, MM.</u>
NIP. 19580513 198403 1 001 | Sebagai Pembimbing | (.....) |
| 3. <u>Muh. Juan Suam Toro, S.E., M.Si.</u>
NIP. 19760613 200812 1 001 | Sebagai Anggota | (.....) |

MOTTO

“ Dan bagi orang yang takut akan saat menghadap Tuhan-nya ada dua surge, maka nikmat Tuhan kamu yang manakah yang kamu dustakan ? ”

QS. Ar-Rahman 55 : 46 -47

“ Mereka itu adalah orang-orang yang bertaubat, yang beribadat, yang memuji (Allah), yang mengembara (demi ilmu dan agama), yang rukuk, yang sujud, menyuruh berbuat makruf dan mencegah berbuat mungkar, dan yang memelihara hokum-hukum Allah. Dan gembirakanlah orang-orang mukmin itu ”

QS. At-Taubah 9 : 112

“ Kadangkala Allah menganugerahkan nikmat dengan cobaan, dan menguji sebagian kaum dengan kenikmatan ”

'Aidh al-Qarni

“ Usahakanlah segala sesuatu dengan maksimal, sungguh takdir itu ada di ujung usaha, hanya mereka yang lemah yang berhenti ketika berhadapan dengan kegagalan, dan bagi mereka yang kuat kegagalan adalah sebuah pengingat untuk terus berusaha ”

(Alm.) Ustadz M. Izzudin Al-Hafidz

PERSEMBAHAN

Karya ini penulis persembahkan untuk

- *Ibuku dan keluargaku tercinta*
- *Pengingatku ketika aku menyerah, Adriani R.*
- *Semua pembimbingku selama ini, tanpa kalian aku bukanlah siapa-siapa*
- *Teman-teman terbaik yang memberikan sebuah arti persahabatan*

KATA PENGANTAR

Assalammu'alaikum Wr. Wb.

Alhamdulillahirabbil'almin, puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT yang telah memberikan rahmat dan hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul **“PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DAN KEPEMILIKAN PUBLIK TERHADAP NILAI PERUSAHAAN (Studi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia)”** ini dengan baik. Sholawat serta salam senantiasa tercurah pada junjungan dan teladan seluruh umat manusia Rasulullah Muhammad SAW beserta keluarga dan umatnya yang beristiqomah di jalan-Nya.

Keberhasilan penyusunan skripsi ini tidak terlepas dari bantuan berbagai pihak, baik bantuan moral maupun material. Dengan segala kerendahan hati penulis menyampaikan ungkapan terima kasih yang tulus kepada :

1. **Prof. Dr. Bambang Sutopo, M.Com, Ak**, selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret yang telah memberikan ijin penelitian dan pemberian ilmunya baik akademis maupun non akademis.
2. **Dra. Endang Suhari , M. Si**, selaku Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi UNS.
3. **Drs. Harmadi, M.M**, selaku pembimbing skripsi yang telah meluangkan waktu di sela-sela kesibukannya untuk memberikan arahan dan bimbingan sejak awal hingga akhir penulisan skripsi.
4. **Reza Rahardian, SE, M. Si**, selaku pembimbing akademik yang telah memberikan arahan dan bantuan selama berada di Fakultas Ekonomi UNS.

5. **Drs. Bambang Hadi Nugraha, M. Si**, selaku pembimbing magang yang telah memberikan bimbingan selama proses Kuliah Magang Manajerial.
6. **Joko Suyono, SE, M. Si**, yang telah memberikan kepercayaan menjadi asisten dosen.
7. **Siti Khoiriyah, SE, M. Si**, yang telah memberikan motivasi, kepercayaan, dan pembelajaran selama ini
8. **Deny Dwi H. SE, M. Si**, dan **Muh. Juan. SE, M. Si**, yang telah memberikan gambaran dan pencerahan mengenai struktur kepemilikan perusahaan.
9. Bapak dan Ibu Staf pengajar Fakultas Ekonomi, yang telah memberikan bimbingan selama penulis menempuh studi.
10. Staff dan karyawan Fakultas Ekonomi, yang telah memberikan kenyamanan dan kemudahan selama penulis menempuh proses studi.
11. Teman-teman Manajemen angkatan 2006, yang telah memberikan bantuan, semangat, dan doa.

Penulisan skripsi ini masih jauh dari sempurna, oleh karena itu penulis mengharapkan saran dan kritik demi perbaikan ke depan. Semoga skripsi ini dapat memberikan manfaat kepada penulis dan semua yang membacanya.

Akhirnya, kepada semua pihak yang telah membantu baik selama masa perkuliahan maupun penyusunan skripsi ini semoga mendapatkan balasan dari Allah SWT, amin.....

Wassalammu'alaikum Wr. Wb.

Surakarta, April 2010

Penulis,
Fanny Hanadi Arbi

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
PERSETUJUAN PEMBIMBING.....	ii
PENGESAHAN TIM PENGUJI.....	iii

MOTTO.....	iv
PERSEMBAHAN.....	v
KATA PENGANTAR.....	vi
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR GAMBAR.....	xii
DAFTAR TABEL.....	xiii
ABSTRAK.....	xiv
 BAB I. PENDAHULUAN.....	 1
A. Latar Belakang	1
B. Rumusan Masalah	4
C. Tujuan Penelitian.....	4
D. Manfaat Penelitian	5
 BAB II. LANDASAN TEORI.....	 6
A. <i>Agency Theory</i>	7
B. Kepemilikan Institusional.....	13
C. Struktur Kepemilikan.....	14
D. Nilai Perusahaan.....	16
E. Kepemilikan Institusional Dan Nilai Perusahaan.....	18
F. Hasil Penelitian Terdahulu	24

G. Kerangka Pemikiran	26
H. Hipotesis	26
BAB III. METODE PENELITIAN	29
A. Desain Penelitian	29
B. Populasi, Sampel, Dan Teknik Pengambilan Sampel	30
C. Definisi Operasional Dan Pengukuran Variabel	31
D. Model Statistik	32
E. Sumber Data	33
F. Metode Pengumpulan Data	33
G. Metode Analisa Data	33
BAB IV. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN	40
A. Gambaran Umum Sampel	40
B. Analisis Deskriptif	40
C. Uji Asumsi Klasik	42
D. Pengujian Hipotesis	45
BAB V. KESIMPULAN DAN SARAN	53
A. Kesimpulan	53
B. Keterbatasan	54

C. Implikasi.....	55
D. Saran.....	56
DAFTAR PUSTAKA.....	58
LAMPIRAN.....	61

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
II.1 Hubungan keagenan yang timbul akibat adanya pemegang saham yang berbeda di dalam perusahaan.....	10

II.2	Skema Kerangka Pemikiran.....	26
IV.1	Gambar Hasil Pengujian Heterokodektisitas.....	46

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
III.1 Tabel ANOVA.....	38
IV.1 Tabel Hasil Uji Deskriptif.....	42

IV.2	Tabel Hasil Uji Normalitas	43
IV.3	Tabel Hasil Uji Normalitas Setelah Transformasi.....	43
IV.4	Tabel Hasil Pengujian Multikolinearitas.....	44
IV.5	Tabel Hasil Uji Durbin-Watson	45
IV.6	Tabel Hasil Uji secara Simultan (Uji F).....	47
IV.7	Tabel Hasil uji ANOVA.....	47
IV.8	Tabel Hasil Pengujian Secara Parsial.....	48
IV.9	Tabel Hasil Pengujian dengan Variabel Kontrol.....	50
IV.10	Tabel Hasil Pengujian Hipotesis.....	51

ABSTRAK

PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DAN KEPEMILIKAN PUBLIK TERHADAP NILAI PERUSAHAAN (STUDI PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA)

Oleh :

Fanny Hanadi Arbi

F 0206058

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan institusional dan kepemilikan publik terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan institusional dalam penelitian ini meliputi kepemilikan institusional mayoritas dan kepemilikan institusional minoritas, juga melibatkan kepemilikan publik dengan menggunakan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol. Kepemilikan tercermin dari besarnya persentase saham yang dimiliki, yang menunjukkan kekuatan voting dari pemilik saham yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Penelitian dilakukan atas 30 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2006 sampai dengan 2008. Perusahaan diklasifikasikan menurut keberadaan kepemilikan institusional mayoritas (di atas 5%), kepemilikan institusional minoritas (di bawah 5%), dan kepemilikan publik. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan, sedangkan kepemilikan institusional mayoritas, kepemilikan institusional minoritas, dan kepemilikan publik sebagai variabel independen. Ukuran perusahaan digunakan sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini.

Hasil penelitian ini berdasarkan metode regresi berganda menyatakan bahwa kepemilikan institusional mayoritas dengan kepemilikan di atas 5% tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, terlihat dari nilai sig. 0,721. Hasil yang berbeda didapatkan kepemilikan institusional minoritas dan kepemilikan publik yang memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan dengan nilai sig. sebesar 0,037 dan 0,001.

Kata kunci : kepemilikan institusional, *agency theory*, nilai perusahaan

ABSTRACT

THE EFFECT OF INSTITUTIONAL OWNERSHIP AND PUBLIC OWNERSHIP OF COMPANIES ON THE FIRM VALUE

(Study On The Company Listed In Indonesia Stock Exchange)

**Fanny Hanadi Arbi
F. 0206058**

The purpose this study to determine the effect of institutional ownership and public ownership of the company's value. Institutional ownership in the research consisted of institutional ownership, majority and minority institutional ownership, public ownership also involves using firm size as control variables. Ownership reflected in the large percentage of shares held, which indicates the strength of the owners of voting shares that may affect the value of the company.

The study was conducted on 30 companies listed in Indonesia Stock Exchange for the period 2006 to 2008. Companies are classified according to the presence of institutional ownership, the majority (above 5%), institutional ownership minority (under 5%), and public ownership. Dependent variables in this study is the value of the company, while the majority of institutional ownership, institutional ownership of minorities, and public ownership as independent variables. Firm size is used as control variables in this study.

The results of this study based on multiple regression analysis states that the majority of institutional ownership to ownership above 5% did not affect company value. seen from the sig. 0.721. Different results obtained minority institutional ownership and public ownership has an influence on the value of companies with sig. amounted to 0.037 and 0.001.

Keywords : institutional ownership, agency theory, firm value

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Kepemilikan perusahaan saat ini memiliki suatu kesamaan di beberapa negara yaitu terdapat suatu konsentrasi kepemilikan yang biasanya berada pada tipe kepemilikan institusional. Kepemilikan itu sekarang lebih terlihat dari mekanisme kepemilikan saham yang dimiliki oleh sebuah institusi. Teori manajemen keuangan telah banyak membuktikan bahwa kepemilikan saham memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan fungsi distribusi tertentu dari proporsi kepemilikan saham (Navissi dan Nakker, 2006). Hal ini kemudian dipertegas bahwa kepemilikan tunggal (*Blockholder*) memiliki pengaruh yang kuat terhadap nilai perusahaan (Romano dalam Ryan, 2003). Bukan itu saja tetapi menurut penelitian Jensen and Meckling (1976) dan Stulz (1988) menunjukkan struktur kepemilikan memberikan efek signifikan terhadap nilai perusahaan. Dalam hal ini Holderness dan Sheehan (1988) secara spesifik menemukan pengaruh positif signifikan *blockholder* terhadap *return* saham di pasar saham. Di samping *return* saham, beberapa penelitian mencoba menggunakan *proxy* berdasarkan penghitungan akuntansi (*accounting based value*) sebagai ukuran nilai perusahaan. Crystal dalam Navissi dan Naiker (2006); Jensen (1993) dan

Byrne (1996) menemukan bahwa semakin tinggi kepemilikan *insiders* maka semakin tinggi nilai perusahaan, yang ditunjukkan dengan semakin tingginya nilai *Tobin's Q*. Bukti empiris tersebut juga didukung oleh McConnell dan Servaes (1990).

Namun setelah dilakukan peninjauan kembali terutama yang nantinya berdasarkan pada teori keagenan ditemukan adanya hubungan antara kepemilikan dan nilai perusahaan. Berdasar teori keagenan, pemegang saham mayoritas memungkinkan mampu memperkecil masalah yang mungkin terjadi antara pemilik saham dan manajer, tetapi beberapa penelitian ternyata memberikan permasalahan yang kedua dalam teori keagenan, yaitu masalah antara *blockholder* dan pemegang saham minoritas (Shleifer dan Vishy, 1997; Becht, Bolton, and Roell, 2002). Kepemilikan mayoritas pada dasarnya memiliki 2 sisi yang saling bertolak belakang. Kepemilikan mayoritas memungkinkan memberikan nilai positif terhadap nilai perusahaan. Nilai positif tersebut dikarenakan kepemilikan saham yang besar pada 1 pihak memiliki kekuatan dan insentif yang lebih besar untuk memastikan nilai saham yang dimiliki oleh pemegang saham mencapai maksimal (Jensen dan Meckling, 1976; Zeckhauser dan Pound, 1990; Burkart *et al.*, 1997). Penelitian lain ternyata juga ditemukan nilai negatif dari kepemilikan mayoritas terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan mayoritas yang berada di atas manajer merupakan jalan masuk yang memungkinkan nantinya memberikan pengaruh negatif terhadap pemegang saham minoritas, dan akan memunculkan konflik antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas yang

kemudian justru memberikan pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (Fama dan Jansen, 1983; Morck, Schleifer, dan Vishny, 1986).

Beberapa penelitian tentang pemegang saham institusional menemukan hasil yang ternyata tidak konsisten. Pemegang saham institusional cenderung berperilaku aktif dalam voting dibandingkan pemegang saham lain, meskipun sebenarnya mereka berada pada posisi yang tidak memiliki kekuatan yang cukup dalam hak voting. Perilaku ini terutama disebabkan oleh ketakutan pemegang saham institusional terhadap adanya kemungkinan tindakan pengambilalihan (*take-over*) oleh institusi lain (Brickley *et.al*, 1988) hal ini berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Sementara itu sebuah penelitian lain menemukan sebaliknya. Bahwa dalam pengambilan keputusan, perilaku aktif pemegang saham institusional akan berhadapan dengan kekuatan voting yang dimiliki oleh pemegang saham *insider* ataupun lebih besar lagi yaitu *blockholder* dengan kepemilikan yang cukup besar dan signifikan, selanjutnya baik pemilik *insider* ataupun *blockholder* akan melakukan perilaku oportunistik yang akan berdampak negatif pada nilai perusahaan (Pound, 1988).

Adapun sebenarnya dapat dilihat bahwa konsentrasi kepemilikan baik itu berada pada institusi dapat dipandang sebagai upaya atau mungkin potensi *Agency Problem* baik I maupun II. *Agency Problem I* menyatakan adanya konflik antara pemilik saham mayoritas dengan minoritas seperti dijelaskan oleh Berle dan Means (1932) ataupun oleh Jensen dan Meckling (1976). Sementara *Agency Problem II* adalah melihat adanya konflik antara pemegang saham mayoritas dan manajerial. Kepemilikan yang

dimiliki oleh institusi maka keuntungan akan dikelola oleh seorang pemilik independen yang ditunjuk oleh institusi tersebut dengan demikian dapat meningkatkan secara merata baik yang diperoleh oleh pemegang saham mayoritas maupun pemegang saham minoritas.

B. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah di atas dapat dirumuskan masalah apakah terdapat pengaruh antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan, baik kepemilikan institusional mayoritas maupun minoritas, dan apakah terdapat pengaruh kepemilikan publik terhadap nilai perusahaan?

C. Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk membuktikan adanya pengaruh antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan baik itu kepemilikan institusional mayoritas maupun minoritas, juga membuktikan adanya pengaruh kepemilikan publik terhadap nilai perusahaan.

D. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan bermanfaat bagi :

1. Investor dan masyarakat

Penelitian ini diharapkan mampu memberikan gambaran mengenai struktur kepemilikan saham dalam perusahaan dan mengetahui pengaruh jenis maupun besar kecilnya kepemilikan saham terhadap nilai perusahaan, sehingga membantu investor maupun masyarakat dalam menilai perusahaan.

2. Dunia akademis

Penelitian ini diharapkan menambah literatur mengenai struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia. Selain itu, penelitian ini diharapkan dapat memacu penelitian yang lebih baik mengenai struktur kepemilikan dan nilai perusahaan

3. Peneliti

Menambah pengetahuan mengenai struktur kepemilikan saham pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Juga mengetahui secara pasti mengenai hubungan antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan yang ada di Indonesia, baik itu kepemilikan mayoritas maupun minoritas, juga mengetahui pengaruh kepemilikan publik terhadap nilai perusahaan.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

Pemegang saham mayoritas secara umum didefinisikan dalam berbagai literatur akademik sebagai pemegang saham yang memiliki saham minimum 5% dari keseluruhan saham yang diedarkan oleh perusahaan tersebut. Banyak perusahaan besar yang saat ini masih tetap bertahan di dunia ini lebih dari 56% termasuk juga di Indonesia memiliki *blockholder* atau pemegang saham mayoritas dinyatakan oleh Mehran dalam Siregar (2008). Bahkan perusahaan di Amerika Serikat biasanya dikendalikan oleh *blockholder* yang sangat besar (la Porta et.al., 1999). Kajian terhadap masalah kepemilikan perusahaan (*ownership*) dapat dimulai dari pendekatan *Agency Theory*. Teori ini membahas tentang perilaku manusia yang memiliki keterbatasan rasional (*bounded rationality*), mengutamakan kepentingan pribadi (*self-interest*) dan kecenderungan menolak risiko (*risk – averse*).

Kepemilikan mayoritas memiliki kemampuan dalam meningkatkan pengawasan sehingga mampu menurunkan biaya keagenan (Morck, Shleifer, dan Vishy, 1988). Selain itu juga memberikan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan, hal itu dikarenakan tingkat arus yang keluar masuk terbukti akan mampu lebih terkontrol (Claessens et.al., 2002). Kepemilikan saham mayoritas dalam perusahaan juga diuntungkan karena memiliki kewenangan yang lebih untuk ikut serta dalam penentuan kebijakan perusahaan, sehingga setiap kebijakan yang diambil perusahaan pasti memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan tersebut, pada akhirnya secara jelas diketahui bahwa kepemilikan saham mayoritas

memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan. Beberapa istilah yang akan sangat berhubungan dengan hal-hal tersebut dan nantinya akan sangat erat dengan penelitian ini antara lain

A. Agency Theory

Brigham (2004) menyatakan hubungan agen muncul ketika satu atau lebih individu, disebut pemilik (*principals*), mempekerjakan individu atau organisasi lain, yang disebut agen, untuk melakukan pekerjaan dan kemudian mendelegasikan kewenangan membuat keputusan kepada agen tersebut. Teori dalam manajemen keuangan menyatakan, *agency relationships* yang utama adalah hubungan antara *stockholders* dengan para manajer dan para manajer dengan *debtholders*.

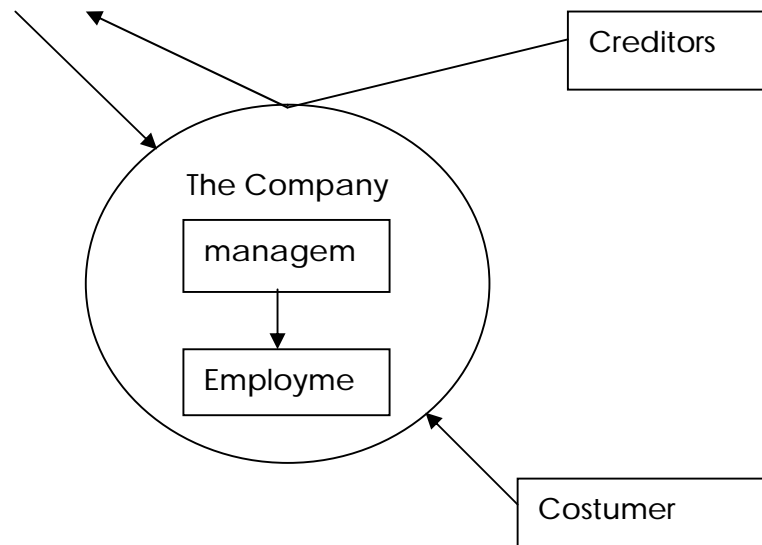
Agency problem secara garis besar terjadi ketika manajer membuat sebuah keputusan yang tidak konsisten dengan tujuan dari memaksimalkan kemakmuran pemegang saham sebagai sebuah tujuan umum sebuah perusahaan. Hal tersebut adalah sebuah pemicu utama terjadinya *agency problem*, jika manajer tetap konsisten pada tujuan awal yaitu memakmurkan pemegang saham bisa dikatakan tidak terjadi *agency problem*, tetapi hal tersebut sangat sulit terjadi karena terdapat 3 hal utama yang membuat *agency problem* tersebut sulit dihindari, yaitu :

1. Divergensi antara kepemilikan dan kontrol. Ketika pemilik perusahaan dalam hal ini pemegang saham tidak mengatur sendiri tetapi memberikan kuasa kepada seseorang (agen) dalam pengaturannya maka agen tersebut tentu akan menjalankan perusahaan tetap berdasar pada pertimbangan kepentingan yang dia miliki.
2. Perbedaan tujuan antara pemegang saham selaku *principal* dengan manajer selaku agen. Dalam hal ini sisi sifat manusia yang berusaha mendapatkan keuntungan untuk dirinya sendiri memegang sebuah peranan yang sangat penting. Manajer pada umumnya akan melihat upaya untuk memaksimalkan keuntungannya daripada memperhatikan keuntungan pemegang saham.
3. Timbulnya informasi asimetris antara agen dan *principal*. Dalam hal ini agen atau manajer sebagai orang yang menjalankan perusahaan bisa dikatakan mengetahui kondisi perusahaan secara harian baik semua laporan ataupun perkembangan, sedangkan principals dalam hal ini hanya mengetahui dari laporan tahunan yang sangat mungkin telah dimanipulasi oleh manajer. Menurut William R Scott dalam Watson (2004) informasi asimetris memiliki 2 tipe, yang pertama adalah *adverse selection* dimana pihak yang merasa memiliki informasi lebih sedikit dibandingkan pihak lain tidak akan mau untuk melakukan perjanjian dengan pihak lain tersebut apapun bentuknya, dan jika tetap melakukan

perjanjian maka akan membatasi dengan kondisi yang sangat ketat dan biaya yang sangat tinggi. Tipe kedua adalah *moral hazard* yang terjadi ketika manajer melakukan tindakan tanpa sepengetahuan pemilik untuk kepentingan pribadinya.

Ketika ketiga faktor tersebut berdiri secara bersamaan bisa dikatakan bahwa dengan sangat jelas posisi manajer adalah memperhatikan kepentingan sendiri dengan mengacuhkan kepentingan pemegang saham. Eisenhardt (1989) menggunakan tiga asumsi sifat dasar manusia guna menjelaskan tentang teori agensi yaitu: (1) manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*), (2) manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*), dan (3) manusia selalu menghindari risiko (*risk averse*). Berdasarkan asumsi sifat dasar manusia tersebut manajer sebagai manusia kemungkinan besar akan bertindak berdasarkan sifat *opportunistic*, yaitu mengutamakan kepentingan pribadinya (Haris, dalam Sartono, 1996). Berdasarkan penelitian dari *Jensen dan Meckling* (1976) adanya potensi *agency problem* tidak hanya antara manajer perusahaan dengan pemegang saham, tetapi bisa juga diakibatkan oleh hubungan dari kelompok-kelompok yang memiliki kepemilikan saham dan perbedaan kepentingan. Persoalan *agency problem* ini dapat digambarkan sebagai berikut:

shareholder s



Gambar II.1

Hubungan keagenan yang timbul akibat adanya pemegang saham yang berbeda di dalam perusahaan

Manajemen sebagai pertanggungjawaban *stewardship* mereka kepada *principal*. Dalam kapasitasnya sebagai pihak yang menyediakan informasi keuangan dan secara langsung terlibat dalam kegiatan perusahaan, manajemen memiliki insentif untuk melaporkan segala sesuatu yang dapat memaksimalkan utilitas dirinya.

Agency cost merupakan pengeluaran waktu dan uang yang dilakukan oleh perusahaan untuk mengurangi *agency problem* (Timothy Gallagher, 2000).

Agency cost tercermin dalam empat alternatif (Agus Sartono, 1996) :

1. Pengeluaran untuk monitoring seperti halnya biaya untuk pemeriksaan akuntansi dan prosedur pengendalian intern. Biaya tersebut harus dikeluarkan untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak atas dasar kepentingan terbaik bagi pemilik perusahaan dengan meminimumkan kepentingan manajer sendiri.
2. Pengeluaran insentif sebagai kompensasi/balas jasa untuk manajemen atas prestasi yang konsisten dalam upaya memaksimumkan nilai perusahaan.
3. *Fidelity bond* adalah kontrak antara perusahaan dengan pihak ketiga dimana pihak ketiga-*bonding company*-setuju untuk membayar perusahaan jika manajer berbuat tidak jujur sehingga menimbulkan kerugian bagi perusahaan.
4. *Golden parachutes* dan *poison pill* dapat dipergunakan pula untuk mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham. Dimana *golden parachutes* adalah suatu kontrak antara manajemen dan pemegang saham yang menjamin bahwa manajemen akan mendapat kompensasi sejumlah tertentu apabila perusahaan dibeli oleh perusahaan lain atau terjadi perubahan pengendalian perusahaan. Sedangkan *poison pill* adalah usaha pemegang saham untuk menjaga agar perusahaan tidak diambil alih oleh perusahaan lain. Usaha ini dapat dilakukan dengan mengeluarkan hak penjualan saham pada harga tertentu atau mengeluarkan obligasi disertai dengan hak penjualan obligasi pada harga tertentu.

Sedang menurut *Jensen and Meckling* (1967), *agency cost* merupakan penjumlahan (1) pengeluaran monitoring oleh *principal*, (2) pengeluaran "*bonding*" oleh agen, dan (3) kerugian residual. Semakin besar perusahaan, semakin besar pula *agency cost*-nya karena meningkatnya kebutuhan monitoring dalam perusahaan besar. Namun, *agency cost* dapat dikurangi dengan meningkatkan level kepemilikan manajemen supaya mengurangi biaya monitoring. *Agency cost* yang lebih rendah diasosiasikan dengan nilai perusahaan yang semakin tinggi.

Alternatif untuk mengurangi *agency cost* yaitu melalui mekanisme pengendalian internal dan mekanisme pengendalian eksternal melalui pengendalian pasar. Mekanisme pengendalian internal didesain untuk menyamakan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Menurut Jensen dan Meckling (1976) ada beberapa cara yang dilakukan untuk mengurangi *agency cost* yaitu pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen karena dengan hal itu manajer merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil. Kedua dengan meningkatkan *devident pay-out ratio*, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *Free Cash Flow*. Ketiga dengan meningkatkan pendanaan dengan hutang, keempat melalui institusional investor sebagai *monitoring agents*.

B. Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership*)

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan yang dimiliki oleh institusi tertentu. Berbeda dengan *blockholder* yang dalam kepemilikan hanya pada seorang ataupun sebuah keluarga, kepemilikan institusional lebih mengacu pada institusi yang dapat berupa asuransi, bank ataupun institusi lainnya. Kepemilikan institusional dalam proporsi yang cukup besar akan dapat mempengaruhi nilai pasar perusahaan (Shleifer dan Vishy, 1986). Dasar argumentasi tersebut adalah semakin besar kepemilikan saham oleh institusi, maka semakin efektif mekanisme kontrol terhadap kinerja manajemen. Kepemilikan institusional juga dianggap lebih dapat dengan tepat memperkirakan keuntungan di masa mendatang daripada kepemilikan noninstitusional (Jiambalvo, Rajgopal, & Venkatachalam, 2002). Hal tersebut dikuatkan oleh penelitian yang dilakukan Barclay dan Holderness (1990).

Menjelaskan mengenai perilaku pemegang saham institusional yang berhubungan dengan nilai perusahaan dapat digunakan 3 alternatif hipotesis. Yang pertama adalah *The Efficient Monitoring Hypothesis*. Hipotesis ini mengungkapkan bahwa *insider* dengan tingkat kepemilikan saham yang rendah (minoritas) memiliki kecenderungan memanfaatkan kekuatan voting yang dimiliki pemegang saham institusional mayoritas untuk mengawasi kinerja manajemen. Kedua adalah *The Strategic Alligment Hypothesis*. Hipotesis ini mengindikasikan tindakan investor institusional untuk berkompromi dengan manajemen dengan mengabaikan pemegang

saham minoritas. Hipotesis terakhir adalah *The Conflict of Interest Hypotesis*. Hipotesis ini hampir serupa dengan hipotesis kedua, yaitu kecenderungan untuk mengurangi konflik yang dilakukan oleh investor Institusional. Kompromi yang dilakukan cenderung akan memberikan nilai negatif perusahaan, yang cenderung akan disambut negatif juga oleh pasar. Ketiga hipotesis diatas dikemukakan oleh Pound (1998) memberikan gambaran tentang pemegang saham institusional dan perilaku yang mungkin dilakukan serta sebuah gambaran nyata bagaimana pemilik saham institusional dapat sangat mempengaruhi nilai perusahaan.

C. Struktur Kepemilikan

Adanya *agency problem* dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan Struktur kepemilikan oleh beberapa peneliti dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu maksimalisasi nilai perusahaan. Hal ini disebabkan oleh adanya kontrol yang mereka miliki.

Beberapa penelitian mengenai struktur kepemilikan dilakukan oleh Crutchley dalam Ryan (2003) dengan membangun sebuah model yang menunjukkan empat keputusan yang saling terkait menyangkut *leverage, dividend, insider ownership*, dan *institutional ownership* ditentukan secara simultan dalam kerangka *agency cost*. Penelitian Crutchley dalam ryan (2003), memberikan bukti bahwa ada

keterkaitan antara keputusan *leverage*, *dividend payout ratio*, *insider ownership*, dan *institutional ownership* yang ditentukan secara simultan meskipun tidak menyeluruh.

Kemungkinan suatu perusahaan berada pada posisi tekanan keuangan juga banyak dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan tersebut. Struktur kepemilikan tersebut menjelaskan komitmen dari pemiliknya untuk menyelamatkan perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Classens *et al.* (1996) mengenai struktur kepemilikan di Republik Ceko menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan akan lebih tinggi apabila perusahaan tersebut dimiliki oleh lembaga keuangan yang disponsori oleh bank.

Hal ini menjelaskan bahwa bank, sebagai pemilik perusahaan, akan menjalankan fungsi monitoringnya dengan lebih baik dan investor percaya bahwa bank tidak akan melakukan ekspropriasi atas aset perusahaan. Selain itu, apabila perusahaan tersebut dimiliki oleh perbankan maka apabila perusahaan tersebut menghadapi masalah keuangan maka perusahaan lebih mudah mendapatkan suntikan dana dari bank tersebut.

Struktur Kepemilikan akan mempengaruhi perilaku dan performansi perusahaan (Navissi dan Naiker, 2006). Menurut Villalonga dan Amit (2004), kepemilikan keluarga akan menciptakan nilai serta memperbaiki kinerja perusahaannya jika disertai beberapa bentuk kontrol dan manajemen keluarga tersebut.

Struktur Kepemilikan ini juga akan mempengaruhi perilaku perusahaan karena adanya pergantian kepemimpinan sehingga akan merubah performansi perusahaan. Lemmon dan Lins dalam Xiao (2008), meneliti 800 perusahaan di negara-negara asia timur. Mereka meneliti pengaruh struktur kepemilikan terhadap performansi perusahaan.

Kesimpulannya ialah bahwa perusahaan yang melakukan pemisahan antara pemilik dan manager lalu melakukan kontrol yang kuat cenderung memiliki performansi perusahaan yang lebih jelek.

D. Nilai Perusahaan (*Firm Value*)

Secara umum tujuan sebuah perusahaan adalah untuk memaksimalkan kekayaan pemilik perusahaan-yaitu, untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Berdasarkan teori ekonomi neoklasik, nilai sebuah perusahaan adalah sebesar nilai dividen ekspektasian (berupa aliran kas bersih yang akan diterima dari perusahaan tersebut pada masa-masa mendatang). Nilai perusahaan ditentukan dengan seberapa banyak orang bersedia membayar untuk mendapatkan perusahaan tersebut, ketika seseorang memiliki anggapan bahwa perusahaan tersebut bernilai tinggi maka seseorang akan bersedia mengeluarkan/melakukan pengorbanan untuk mendapatkan perusahaan tersebut. Pemilik perusahaan tersebut ketika mengetahui bahwa perusahaannya dipandang memiliki nilai yang tinggi maka akan mampu menjualnya kepada investor dengan nilai

lebih daripada harga beli semula yang berakibat meningkatnya kekayaan pemilik. Tugas manajer keuangan adalah untuk membuat kebijakan yang akan membuat orang berpendapat perusahaan semakin menguntungkan, dan pada gilirannya membuat orang mau membayar lebih untuk membeli perusahaan.

Gallagher (2000) menyatakan bagi perusahaan yang menjual sahamnya kepada publik, harga saham dapat mengindikasikan nilai dari sebuah bisnis (perusahaan) karena pemilik saham-orang yang membeli bagian saham perusahaan-menjadi bagian dari pemilik perusahaan. Jadi peran utama manajer keuangan adalah membantu membuat saham perusahaan lebih bernilai..

Nilai perusahaan dipengaruhi oleh ukuran aliran kas masa depan, waktu terjadinya aliran kas, dan risiko aliran kas.

1. Aliran kas masuk meningkatkan nilai perusahaan, sedangkan aliran kas keluar mengurangi nilai perusahaan.
2. Semakin cepat aliran kas diharapkan diterima, semakin besar nilai perusahaan. Dan semakin lama aliran kas tersebut diperoleh, maka semakin kecil nilai perusahaan.
3. Semakin kecil risiko yang diasosiasikan dengan aliran kas masa depan, semakin besar nilai perusahaan. Semakin besar risiko, semakin rendah nilai perusahaan.

E. Kepemilikan Institusional dan Nilai Perusahaan

Shleifer dan Vishny (1986) berpendapat bahwa tingkat kepemilikan institusional dalam proporsi yang cukup besar akan mempengaruhi nilai pasar perusahaan. Dasar argumentasi ini adalah semakin besar tingkat kepemilikan saham oleh institusi, maka semakin efektif pula mekanisme kontrol terhadap kinerja manajemen. Pendapat ini didukung oleh bukti empiris yang ditemukan oleh Barclay dan Holderness (1990), yang menemukan pengaruh positif-signifikan tingkat kepemilikan institusional dalam jumlah yang cukup besar terhadap nilai perusahaan.

Pound dalam Watson (2005) mengemukakan tiga alternatif hipotesis terhadap hubungan antar tingkat kepemilikan institusional dan nilai perusahaan. Hipotesis pertama adalah *The Efficient Monitoring Hypothesis*. Hipotesis ini mengungkapkan bahwa investor individual maupun *insider* dengan tingkat kepemilikan saham yang rendah (minoritas) memiliki kecenderungan memanfaatkan atau meminjam kekuatan voting yang dimiliki oleh pemegang saham institusional mayoritas untuk mengawasi kinerja manajemen. Hal ini menyebabkan investor institusional mayoritas akan berpihak pada kepentingan pemegang saham minoritas karena memiliki kepentingan yang sama terutama dalam hal insentif ekonomis baik itu jangka panjang (dividen), maupun jangka pendek (*abnormal return* saham). Tindakan ini berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan yang ditunjukkan melalui kenaikan harga saham di pasar modal.

Hipotesis kedua adalah *The Strategic Alignment Hypothesis*. Berbeda dengan hipotesis pertama, hipotesis ini menyatakan bahwa investor institusional mayoritas memiliki kecenderungan untuk berkompromi atau berpihak kepada manajemen dan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas. Anggapan bahwa manajemen sering mengambil tindakan atau kebijakan yang non-optimal dan mengarah pada kepentingan pribadi, mengakibatkan strategi aliansi antara investor institusional mayoritas dengan manajemen, ditanggapi negatif oleh pasar. Hal ini berdampak pada penurunan harga saham perusahaan di pasar modal.

Hipotesis ketiga adalah *The Conflict of Interest Hypothesis*. Hipotesis ini pada dasarnya memiliki kesamaan konsep dengan hipotesis kedua, yaitu kecenderungan investor institusional mayoritas untuk mengurangi konflik dengan melakukan kompromi dan aliansi dengan pihak manajemen. Sejalan dengan hipotesis kedua, maka hipotesis ini memprediksikan hubungan yang negatif antara kepemilikan saham institusional dengan nilai perusahaan.

Ketiga hipotesis yang dikemukakan di atas, memberikan petunjuk secara terpisah adanya pengaruh positif dan negatif antara kepemilikan institusional dengan kinerja perusahaan. Keterpisahan tersebut pada akhirnya membawa kesimpulan pada hubungan yang tidak konsisten (*conflicting finding*) antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan Sudarma (2004) menghasilkan kesimpulan bahwa struktur kepemilikan institusional saham berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa yang komposisinya diukur dari kepemilikan manajerial dan institusional menjadi penentu nilai perusahaan. Semakin berkurangnya komposisi kepemilikan institusional serta meningkatnya kepemilikan public akan berpengaruh terhadap naiknya nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia perlu memperbesar struktur kepemilikan publik untuk mendorong agar pihak manajemen perusahaan lebih transparan dan ada keinginan untuk melakukan penyebaran kepemilikan, sehingga perusahaan tidak hanya dikendalikan oleh kalangan keluarga tertentu saja. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan saham institusional secara parsial berpengaruh secara signifikan negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil ini berarti bahwa naiknya kepemilikan institusional akan berpengaruh terhadap penurunan nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan Setiawan dalam Wahyudi dan Pawestri (2005) dengan sampel perusahaan manufaktur, menghasilkan kesimpulan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan yang berarti bahwa semakin berkurangnya komposisi kepemilikan manajerial dan institusional serta kepemilikan publik akan berpengaruh pada naiknya nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri dengan menggunakan rasio price to book value (PBV) sebagai proxy untuk mengukur variabel dependen. Menurut Arsjah dalam Utama(2005) menyatakan bahwa PBV merupakan salah satu rasio keuangan yang cukup representatif untuk melihat penciptaan nilai oleh suatu perusahaan. Penelitian ini menghasilkan keputusan bahwa struktur kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hasil yang tidak konsisten tersebut membawa dugaan pada hubungan yang nonlinier antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Pengaruh positif tingkat kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan akan menunjukkan pengaruh negatif setelah melampaui batas maksimal tertentu. Pada level kepemilikan yang sangat tinggi terdapat kecenderungan investor institusional untuk memaksakan kebijakan tertentu yang nonoptimal, dengan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas melalui kekuatan voting yang dimiliki.

Berdasarkan pemikiran di atas maka perlu dibedakan level kepemilikan institusional untuk mengungkapkan hubungan antara tingkat kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Hipotesis *efficiency abatement* mengungkapkan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif dengan nilai perusahaan (Drucker, 1986; Hill *et.al.*, 1988; Jacobs, 1991; dalam Sundaramurthy *et.al.*, 2005). Investor institusional dengan kepemilikan minoritas (*small institutional ownership*) memiliki karakteristik yang relatif pasif

dalam voting pengambilan keputusan dan lebih berorientasi pada insentif jangka pendek berupa *abnormal return* saham. Sehingga dapat diduga, investor institusional minoritas tidak akan memiliki pengaruh yang berfluktuasi (positif di level tertentu kemudian negatif pada level berikutnya) terhadap nilai perusahaan (Bushee, 1998 dalam Sundaramurthy *et.al.*, 2005). Roe dalam Sundaramurthy *et.al.*, (2005) menambahkan, karakteristik investor institutional yang pasif, kolusif dan *intolerant* dipicu oleh peraturan pemerintah yang tidak berpihak; membatasi jumlah kepemilikan dan penetapan pajak yang diskriminatif. Pendapat lain mengatakan, kepasifan lebih disebabkan kolusi yang terjadi antara investor institusional dengan manajemen karena sebelumnya telah memiliki hubungan bisnis dengan perusahaan (Black, 1992; Pound, 1998 dalam Sundaramurthy *et.al.*, 2005).

Hubungan kepemilikan institusional dengan kinerja perusahaan juga dapat dijelaskan dengan hipotesis *efficiency augmentation* (Sundaramurthy *et.al.*, 2005). Hipotesis ini dibagi menjadi dua argumen: hipotesis *superior investor* dan hipotesis *active investor*. Hipotesis superior mengatakan, investor institusional dengan kepemilikan yang besar dan bersifat mayoritas atau *blockholder*, pada umumnya memiliki informasi superior (cukup) dan sangat aktif didalam melakukan kegiatan monitoring. Bahkan investor jenis ini biasanya memiliki wakil yang duduk dalam jajaran dewan direksi untuk melakukan pengawasan langsung terhadap kinerja manajemen

(Sundaramurthy, *et.al.*, 2005). Orientasi investasi lebih mengarah pada insentif jangka panjang berupa dividen, sehingga investor institusional dalam kategori ini sangat berkepentingan dengan kebijakan-kebijakan jangka panjang perusahaan. Sependapat dengan hipotesis superior, hipotesis aktif menduga, besarnya kepemilikan memberikan skala monitoring aktif yang semakin luas, sehingga mampu memaksa manajemen untuk bertindak bagi kepentingan pemegang saham (Sundaramurthy *et.al.*, 2005). Hipotesis superior maupun aktif secara langsung memberikan pandangan dampak positif kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Namun demikian, tindakan monitoring aktif akan berubah menjadi pasif dan oportunistik pada saat tingkat kepemilikan menjadi semakin besar. Kekuatan voting yang semakin besar seringkali digunakan untuk memaksa manajemen mengambil kebijakan yang mengutamakan kepentingan investor mayoritas dan mengabaikan pemegang saham minoritas dan pada akhirnya mengabaikan nilai perusahaan. Fenomena tersebut menunjukkan kesamaan dengan hipotesis *entrenchment* pada kepemilikan manajerial, dan mendukung hipotesis *strategic alignment*.

F. Hasil Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian banyak mengemukakan tentang struktur kepemilikan perusahaan serta pengaruhnya terhadap perusahaan, baik secara langsung maupun tidak langsung. Selain itu sebagai dasar dari

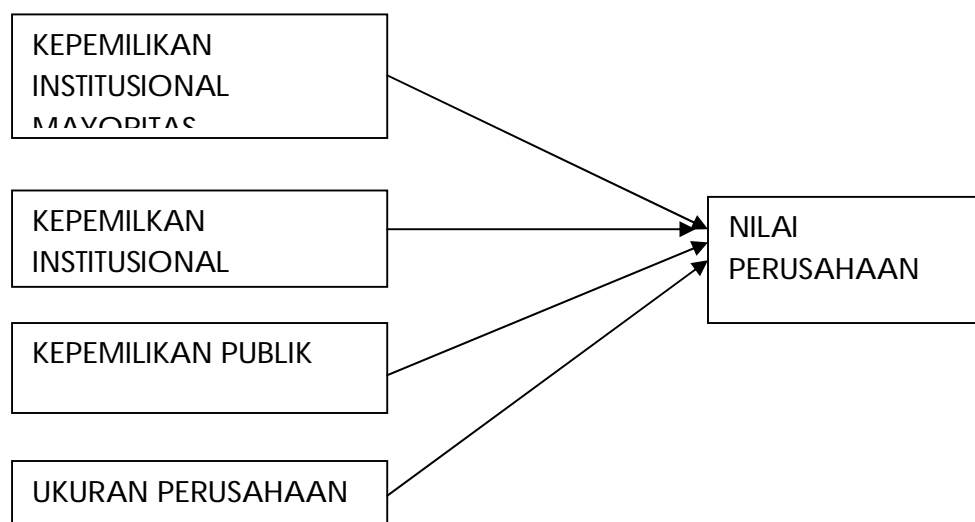
semua penelitian itu adalah mengenai *Teori Keagenan* yang sering kali menimbulkan efek terhadap perusahaan. Jensen and Meckling (1976) mengemukakan adanya potensi *agency problem* tidak hanya antara manajer perusahaan dengan pemegang saham, tetapi bisa juga diakibatkan oleh hubungan dari kelompok-kelompok yang memiliki kepemilikan saham dan perbedaan kepentingan. Sementara menurut Wolfenzon and Almeida (2004) mengemukakan sebuah teori tentang piramida kepemilikan yang menjelaskan bagaimana hal tersebut berefek signifikan terhadap nilai perusahaan yang nantinya juga berdampak pada bagaimana investor melihat perusahaan tersebut.

Sebuah keunikan yang terjadi pada dunia bisnis saat ini ketika struktur kepemilikan biasanya berbentuk kepemilikan institusional. Tidak hanya di negara maju tetapi di negara berkembang seperti Indonesia hal itu juga terjadi. Penelitian Navissi dan Naiker (2006) menemukan pengaruh signifikan kepemilikan institusional maupun kepemilikan publik terhadap nilai perusahaan. Penelitian terhadap kepemilikan institusional memberikan gambaran yang berbeda-beda mengenai pengaruh kepemilikan institusional pada tingkat persentase kepemilikan yang bervariasi. Kepemilikan institusional disimpulkan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Sementara itu Arifin dalam Wahyudi dan Pawestri (2003) menemukan dari sampel penelitiannya terhadap perusahaan publik di Indonesia bahwa perusahaan dengan kepemilikan institusional memiliki *agency problem* yang lebih rendah daripada yang berada di

bawah kontrol perusahaan itu sendiri ataupun tanpa kontrol pemegang saham. Dia menyatakan bahwa kecilnya agency problem pada perusahaan institusional lebih dikarenakan oleh kecilnya konflik antara agen dengan principal. Hal itu selaras dengan penelitian Thomsen (2008) yang menyatakan kepemilikan institusional berdampak positif terhadap nilai perusahaan.

G. Kerangka Pemikiran



GAMBAR II.2.
Skema Kerangka Pemikiran

Dari gambar di atas, dapat diketahui bahwa model dalam penelitian ini adalah meneliti mengenai pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Dengan menempatkan nilai perusahaan sebagai variabel dependen dan kepemilikan institusional, kepemilikan institusional minoritas, kepemilikan publik, sebagai variabel independen. Terdapat 1 variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan.

H. Hipotesis

Penelitian tentang pemegang saham institusional menemukan hasil yang ternyata tidak konsisten. Pemegang saham institusional cenderung berperilaku aktif dalam voting dibandingkan pemegang saham lain, meskipun sebenarnya mereka berada pada posisi yang tidak memiliki kekuatan yang cukup dalam hak voting. Perilaku ini terutama disebabkan karena ketakutan pemegang saham institusional terhadap adanya kemungkinan tindakan pengambilalihan (*take-over*) oleh institusi lain (Brickley *et.al*, 1988) hal ini berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Sementara itu sebuah penelitian lain menemukan sebaliknya. Saat pengambilan keputusan, perilaku aktif pemegang saham institusional akan berhadapan dengan kekuatan voting yang dimiliki oleh pemegang saham insider ataupun lebih besar lagi yaitu blockholder dengan kepemilikan yang cukup besar dan signifikan, selanjutnya baik pemilik *insider* ataupun *blockholder* akan melakukan perilaku oportunistik yang akan berdampak negatif pada nilai perusahaan (Pond,1988). Sebuah dugaan adanya pengaruh antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan diungkapkan dengan hipotesis *efficiency abatement*. Hipotesis tersebut mengungkapkan adanya hubungan negative tentang kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan (Drucker,1986 ; Hill *et.al*, 1988; dalam Sundaramurthy *et.al.*, 2005). Hal itu tidak lepas dari karakteristik kepemilikan institusional yang terdapat kepemilikan institusional aktif dan kepemilikan pasif. Pengaruh negatif juga timbul

ketika tingkat kepemilikan menjadi lebih besar sehingga mengakibatkan seringnya pengambilan keputusan hanya mempertimbangkan kepentingan kepemilikan mayoritas dengan mengesampingkan kepemilikan minoritas. Dari penelitian terdahulu tersebut dapat ditarik hipotesis yaitu

H1a : Terdapat pengaruh antara kepemilikan institusional mayoritas terhadap nilai perusahaan.

H1b : Terdapat pengaruh antara kepemilikan institusional minoritas terhadap nilai perusahaan.

H2 : Terdapat pengaruh antara kepemilikan publik terhadap nilai perusahaan

BAB III

METODE PENELITIAN

A. Desain Penelitian

Bentuk penelitian yang digunakan adalah penelitian deskriptif dan verifikatif. Penelitian deskriptif dilakukan untuk memperoleh deskripsi atau gambaran secara cermat mengenai fakta-fakta yang berkaitan dengan objek penelitian. Penelitian verifikatif dilakukan untuk menghasilkan informasi ilmiah melalui pengujian hipotesis.

Metode penelitian yang digunakan adalah berdasarkan data laporan keuangan tahunan perusahaan yang diteliti untuk mengetahui kondisi perusahaan serta berdasarkan pada data pasar dalam hal ini pasar saham yang ada.

Penelitian ini juga bersifat survey data sekunder. Penelitian ini merupakan penelitian penjelasan (*explanatory research*) yang memfokuskan pada hubungan antara variabel-variabel penelitian dan menguji hipotesis yang dirumuskan.

B. Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi adalah jumlah dari keseluruhan kelompok individu, kejadian-kejadian yang menarik perhatian peneliti untuk diteliti atau diselidiki (Djarwanto, 2001). Populasi penelitian ini diambil dari perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2006-2008

Sampel merupakan sebagian dari populasi yang karakteristiknya akan diselidiki dan dianggap dapat mewakili populasi. Teknik pengambilan sampel dilakukan secara *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Adapun kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan yang memiliki kepemilikan institusional mayoritas
2. Perusahaan yang berada pada kepemilikan institusional, kepemilikan dimiliki oleh perusahaan, lembaga asuransi, ataupun oleh pemerintah.
3. Perusahaan yang memiliki kepemilikan publik
4. Perusahaan yang telah menerbitkan laporan keuangan
5. Perusahaan yang memiliki data yang menunjang untuk penelitian ini

C. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

1. Variabel Dependen

Variabel dependen merupakan variabel yang dipengaruhi oleh variabel lainnya. Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian

ini adalah nilai perusahaan, yang akan diukur dengan menggunakan rasio *market to book value of equity*. Selanjutnya variabel ini akan disimbolkan dengan **VALUE** didalam persamaan. Sedangkan penghitungan rasio dilakukan dengan menggunakan proxi

$$MVEBE : \frac{\text{Shares outstanding} \times \text{closing price}}{\text{total equity}}$$

2. Variabel Independen

Variabel independen adalah variabel yang mempengaruhi variabel lain. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kepemilikan institusional mayoritas, kepemilikan institusional minoritas dan kepemilikan publik. Dalam hal ini digunakan kepemilikan institusional mayoritas (**INSTACT**) dengan nilai *cut-off* di atas 5%, Kepemilikan institusional minoritas. Kepemilikan institusional akan diukur dengan menghitung persentase kepemilikan oleh institusi di bawah 5% dan diberi lambang **INSTPS**, dan kepemilikan publik variabel ini akan diukur dengan menghitung persentase kepemilikan publik di dalam perusahaan sampel. Selanjutnya variable ini akan disimbolkan sebagai **PUBLIC**.

3. Variabel Kontrol

Variabel yang akan digunakan sebagai variabel kontrol untuk menguatkan hasil pengujian antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Variabel tersebut adalah ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan akan dilambangkan dengan **SIZE** dan diukur menggunakan logaritma natural (*ln*) atas nilai buku total aktiva yang

dimiliki oleh perusahaan. Variabel ini berfungsi sebagai pengontrol didalam menguji hubungan antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

D. Model Statistik

Model statistik yang digunakan adalah regresi non linear untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Secara matematis persamaan dinyatakan sebagai berikut :

$$VALUE_{it} : \alpha + \beta_1 INSTACT_{it} + \beta_2 INSTPS_{it} + \beta_3 PUBLIC_{it} + \beta_4 SIZE_{it}$$

Keterangan

$VALUE_{it}$: nilai perusahaan

$INSTACT_{it}$: kepemilikan institusional di atas 5% (mayoritas)

$INSTPS_{it}$: kepemilikan institusional di bawah 5% (minoritas)

$PUBLIC_{it}$: kepemilikan publik

$SIZE_{it}$: ukuran perusahaan

E. Sumber Data

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data yang dipublikasikan Divisi Riset dan Pengembangan BEI yang berupa Indonesian Capital Market Directory (ICMD) tahun 2008 sampai dengan 2009. Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data struktur kepemilikan (*ownership structure*), data-data laporan keuangan tahunan masing-masing, dan juga data penutupan harga saham akhir tahunan.

F. Metode Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini dikumpulkan dengan metode dokumentasi terhadap laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode tahun 2006 sampai dengan 2008.

G. Metode Analisa Data

1. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif menggambarkan fenomena atau karakteristik dari data melalui karakteristik distribusinya (Djarwanto, 2001). Statistik deskriptif bertujuan untuk menggambarkan tentang ringkasan data penelitian seperti mean, standar deviasi, varians, modus, sum, range, minimum, dan maksimal.

2. Uji Asumsi Klasik

a. Uji Normalitas Data

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Sebagai dasar bahwa uji t dan uji F mengasumsikan bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal. Jika asumsi ini dilanggar maka model regresi dianggap tidak valid dengan jumlah sampel yang ada. Ada dua cara yang biasa digunakan untuk menguji normalitas model regresi tersebut yaitu dengan analisis grafik (normal P-P plot) dan analisis statistik (analisis Z skor skewness dan kurtosis) one sample

Kolmogorov-Smirnov Test. Pengujian normalitas pada penelitian ini dihitung dengan menggunakan metode Kolmogorov Smirnov, Konsep dasar dari uji normalitas Kolmogorov Smirnov adalah dengan membandingkan distribusi data (yang akan diuji normalitasnya) dengan distribusi normal baku. Distribusi normal baku adalah data yang telah ditransformasikan ke dalam bentuk Z-Score dan diasumsikan normal. Jadi sebenarnya uji Kolmogorov Smirnov adalah uji beda antara data yang diuji normalitasnya dengan data normal baku. Seperti pada uji beda biasa, jika signifikansi di bawah 0,05 berarti terdapat perbedaan yang signifikan, dan jika signifikansi di atas 0,05 maka tidak terjadi perbedaan yang signifikan. Penerapan pada uji Kolmogorov Smirnov adalah bahwa jika signifikansi di bawah 0,05 berarti data yang akan diuji mempunyai perbedaan yang signifikan dengan data normal baku, berarti data tersebut tidak normal. Dan apabila $Z_{Hitung} > Z_{Tabel}$ maka data berdistribusi normal, dan apabila $Z_{Hitung} < Z_{Tabel}$ maka data berdistribusi tidak normal.

b. Multikolinearitas

Multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui hubungan linear yang sempurna atau pasti diantara variabel independen yang menjelaskan model regresi (Gujarati, 2009). Bila terjadi hubungan linier yang "sempurna" pada beberapa atau semua variabel independen maka terdapat korelasi yang sangat kuat diantara

variabel independen. Pendeteksian multikolinearitas dapat dilihat dari beberapa hal (Gujarati, 2009):

- 1) Jika nilai dari Variance Inflation Factor (VIF) kurang dari 10 dan nilai tolerance lebih dari 0,1 maka dapat dikatakan bahwa model yang digunakan dalam model terbebas dari multikolinearitas.
- 2) Jika koefisien korelasi antara masing-masing variabel independen tidak lebih dari 0,70, maka model penelitian terbebas dari multikolinearitas dan sebaliknya.
- 3) Jika nilai koefisien determinan maupun R-Square diatas 0,60, tapi tidak ada variabel dependen, maka dapat dikatakan bahwa model terkena multikolinearitas.

c. Autokorelasi

Autokorelasi didefinisikan sebagai korelasi antar anggota serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu dan ruang. Pengujian ini perlu dilakukan untuk mengetahui ada tidaknya hubungan antar unsur gangguan pada observasi dengan unsur gangguan pada observasi lain (Gujarati, 2009). Autokorelasi sering terjadi pada sampel dengan metode pengumpulan timeseries. Metode paling terkenal untuk mendeteksi ada tidaknya korelasi adalah menggunakan pengujian Durbin-Watson. Penentuan nilai Durbin-Watson dibantu dengan tabel d_l dan d_u . Penentuan ada tidaknya autokorelasi dapat digunakan patokan nilai Durbin-Watson hitung yang berkisar antara 0 dan 4 (Gujarati, 2009). Bila

nilai uji statistik Durbin-Watson lebih kecil dari 1 atau lebih besar dari 3 maka residual dari model regresi berganda tidak bersifat independen atau terjadi auto korelasi.

d. Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas adalah penyebaran data regresi yang tidak sama (hetero). Terjadi manakala residual dari model yang diamati tidak memiliki varians konstan dari satu observasi ke observasi lain (Gujarati, 2009). Pengujian dilakukan untuk mengetahui gambaran hubungan antara nilai yang diprediksi dengan Studeized Delete Residual nilai tersebut. Model yang baik memiliki hubungan antara nilai yang diprediksi dengan SDR nilai tersebut bisa dikatakan bersifat homoskedastisitas (Gujarati, 2009). Heteroskedastisitas dapat dilihat dari pola pada scatterplot. Heteroskedastisitas tidak terjadi apabila pada scatterplot menunjukkan sebagai berikut:

- 1) Titik-titik data menyebar diatas dan dibawah atau di sekitar 0
- 2) Titik-titik data tidak mengumpul hanya di atas atau di bawah
- 3) Penyebaran titik tidak boleh membentuk pola berulang melebar, menyempit, kemudian melebar kembali
- 4) Penyebaran tidak berpola

3. Pengujian Hipotesis

a. Analisis regresi berganda

Analisis regresi linier berganda merupakan analisis untuk menguji hubungan secara linier antara dua atau lebih variable independen (X_1, X_2, X_3, \dots) terhadap variable dependen (Y) (Djarwanto, 2001).

b. Pengujian Koefisien Regresi Berganda Secara Simultan (uji F)

Uji F-statistik ialah untuk menguji pengaruh variabel bebas terhadap variabel tak bebas secara keseluruhan. Jika dalam pengujian kita menerima H_0 maka dapat kita simpulkan bahwa tidak terdapat hubungan yang linier antara dependen variabel dengan independen variabel. Untuk mendapatkan Nilai F-statistik, digunakan tabel ANOVA (*analysis of variance*) seperti diperlihatkan pada tabel di bawah ini :

Tabel III.1
Tabel ANOVA

Sumber Variasi d.	<i>Sum of Squares (SS)</i>	<i>Degree of Freedom</i>	<i>Mean Square</i>	<i>Fischer Test</i>
Akibat Regresi	ESS	k-1	EMS=ESS/df	
Akibat Residual	RSS	n-k	RMS=RSS/df	F=EMS/RMS
Total	TSS	n-1		

(Gujarati, 2009)

Keterangan

ESS: *Explained sum square* EMS : *Explained mean squares*

RSS: *Residual sum square* RSS : *Residual mean squares*

TSS: *Total sum square*

Uji F-statistik biasanya berupa :

H_0 = Variabel bebas tidak mempengaruhi variabel tak bebas

H_1 = Variabel bebas mempengaruhi variabel tak bebas

Dengan menguji tingkat signifikansi $= \alpha$, dan $df = n - k$ (n = jumlah observasi, k = jumlah parameter) maka hasil pengujian akan menunjukkan :

H_0 ditolak bila $F_{statistik} > F_{tabel}$

c. Pengujian Koefisien Regresi Berganda Secara Uji Parsial (Uji t)

Uji t statistik digunakan untuk menguji pengaruh variabel-variabel bebas terhadap variabel tak bebas secara parsial (Hartono, 2008).

Uji t-statistik biasanya berupa pengujian hipotesa :

H_0 = Variabel bebas tidak mempengaruhi variabel tak bebas

H_1 = Variabel bebas mempengaruhi variabel tak bebas

Hasil pengujian ini dapat dilihat pada output SPSS melalui table ***Coeffisient^a*** dengan melihat nilai p-value (pada kolom Sig.) dari masing-masing variable independen. Dengan menguji dua arah dalam tingkat signifikansi $= \alpha$ dan $df = n - k$ (n = jumlah observasi, k = jumlah parameter) maka hasil pengujian akan menunjukkan :

H_0 tidak ditolak bila $t_{statistik} < t_{tabel}$

H_0 ditolak bila $t_{statistik} > t_{tabel}$

d. Koefisien Determinasi (Goodness of Fit)

Koefisien determinasi (R^2), digunakan untuk mengukur seberapa besar variable-variabel bebas dapat menjelaskan variabel terikat. Koefisien ini menunjukkan seberapa besar variasi total pada variabel terikat yang dapat dijelaskan oleh variabel bebasnya dalam model regresi tersebut. Nilai dari koefisien determinasi ialah antara 0 hingga 1.

Nilai R^2 yang mendekati 1 menunjukkan bahwa variabel dalam model tersebut dapat mewakili permasalahan yang diteliti, karena dapat menjelaskan variasi yang terjadi pada variabel dependennya. Nilai R^2 sama dengan atau mendekati 0 (nol) menunjukkan variabel dalam model yang dibentuk tidak dapat menjelaskan variasi dalam variabel terikat (Gujarati, 2009). Penghitungan R^2 diperoleh dari :

$$R^2 = \frac{ESS}{TSS} = \frac{\sum(Y - Y_t)^2}{\sum(Y - Y_t)^2}$$

dimana

$ESS = \text{Explained sum of square}$

$TSS = \text{Total sum of square}$

BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum Sampel

Hasil pengambilan sampel perusahaan untuk penelitian ini berdasarkan batasan yang telah ditentukan sebelumnya. Perusahaan dengan kepemilikan institusional mayoritas, kepemilikan institusional mayoritas, dan kepemilikan public. Berdasarkan data yang didapatkan baik itu berasal dari Indonesia Capital Market Directory (ICMD) maupun laporan keuangan yang dipublikasikan oleh perusahaan maka didapatkan 30 sampel yang memenuhi untuk penelitian ini. Data yang digunakan adalah data selama tahun 2006 sampai dengan tahun 2008 berdasarkan laporan akhir tahun.

B. Analisis Deskriptif

Untuk memulai penelitian dilakukan uji deskriptif. Yaitu melakukan pengujian terhadap nilai maximum, minimum, rata-rata, maupun standar deviasi dari variable. Penghitungan untuk seluruh analisis menggunakan program spss.

Tabel IV.1
Hasil uji deskriptif

	mean	maksimum	minimum	Standar Deviasi
INSTACT	0,4265	0,88	0,17	0,181

INSTPS	0,0276	0,05	0,0011	0,05
PUBLIC	0,2421	0,65	0,02	0,15
SIZE	13,8896	15,96	11,91	1,17
VALUE	632003,5	5735541	-320820	1107689

Sumber : data diolah 2010

Data yang didapatkan diatas menjelaskan bahwa jenis perusahaan yang ditunjukkan dengan ukuran perusahaan menunjukkan standar deviasi yang hanya pada posisi 1,17 yang mengindikasikan bahwa dilihat dari ukuran perusahaan yang ada disimpulkan bahwa perusahaan yang diatas memiliki ukuran yang sama sehingga akan didapatkan tingkat keakuratan yang cukup baik. Sementara pada kepemilikan institusional mayoritas dapat dilihat rentang yang jauh antara maksimum dan minimum tetapi hal itu adalah sebuah kemakluman mengingat beragamnya perusahaan yang diambil sebagai sampel. Nilai perusahaan didapatkan lewat proxy, penggunaan proxy disesuaikan dengan proxy yang telah dikemukakan oleh Feltham and Ohlson (1995) dimana proxy dinilai telah mampu memberikan gambaran tentang kondisi perusahaan selama 1 tahun.

C. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan sebelum melangkah lebih jauh ke pengujian hipotesis. Dalam hal ini pengujian dilakukan dengan program spss 12, hasil yang didapatkan diinterpretasikan sesuai dengan sumber-sumber yang ada. Pengujian meliputi uji normalitas, multikolinearitas, autokorelasi, dan heterokodektisitas.

a. Analisis Normalitas Data

Tahap kedua adalah uji normalitas data, hal ini penting untuk mengetahui residual berdistribusi secara normal. Pada penghitungan pertama didapatkan hasil:

Tabel IV.2
Hasil Uji Normalitas

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Unstandardized Residual	,295	30	,000	,569	30	,000

a. Lilliefors Significance Correction

Pada tabel diatas terlihat bahwa pada uji kolmogorov-smirnov didapatkan hasil sig. 0.000 yang berarti berada di bawah 0.05 yang mengindikasikan data tersebut tidak normal.

Proses penormalan data ditempuh untuk mentransformasi data sehingga data yang dihasilkan mampu terdistribusi secara normal. Langkah transformasi yang diambil adalah me log kan data yang ada, setelah itu dilakukan analisa ulang yang hasilnya adalah

Tabel IV.3
Hasil Uji Normalitas Setelah Transformasi

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Unstandardized Residual	,086	27	,200*	,963	27	,441

*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Setelah proses transformasi didapatkan nilai sig menjadi 0.200 yang berarti data tersebut telah normal dan dapat dilanjutkan analisis selanjutnya.

b. Multikolinearitas

Multikolinearitas terdeteksi apabila dari persamaan regresi didapatkan nilai adjusted R square yang tinggi sedangkan nilai tiap variabelnya rendah. Pengujiannya adalah dengan melihat koefisien VIF. Apabila berada pada kisaran 1 sampai dengan 10 maka disimpulkan tidak terjadi multikolinearitas. Hasil pengolahan data adalah sebagai berikut :

Tabel IV.4
Hasil Pengujian Multikolinearitas

Variabel	Nilai VIF
LgINSTACT	1,241
LgINSTPS	1,169
LgPUBLIC	1,403

Sumber : Data diolah 2010

Hasil olah data tersebut secara jelas menunjukkan nilai VIF dari tiap-tiap variable berada pada posisi antara 1 sampai dengan 19 (LgINSTACT 1,241; LgINSTPS 1,169; dan LgPUBLIC 1,403)

dapat disimpulkan tidak terjadi multikolinearitas pada variable yang diteliti.

c. Autokorelasi

Pengujian ada tidaknya gejala autokorelasi pada model dapat diuji dengan melihat koefisien hasil uji Durbin-Watson dari variable. Kemudian setelah mendapatkan hasilnya akan dilakukan perbandingan dengan nilai D_L dan D_U berdasar table D. hasil pengujian durbin-watson program spss didapatkan

Tabel IV.5
Hasil Uji Durbin-Watson

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,650 ^a	,423	,348	,38993	2,039

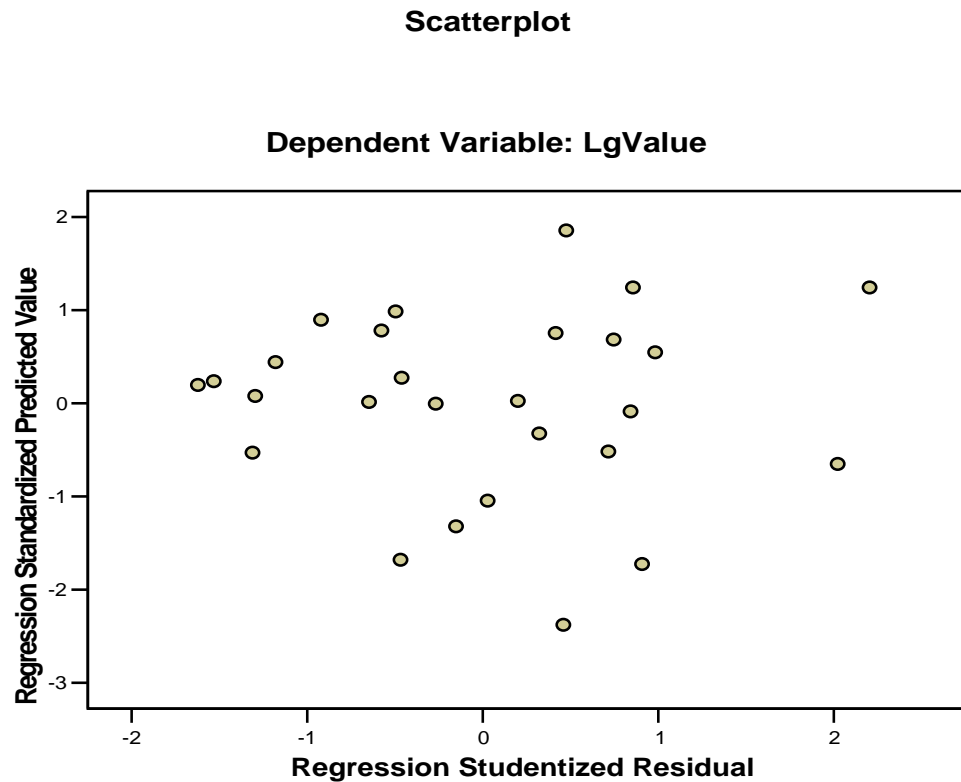
a. Predictors: (Constant), LgPUBLIC, LgINSTPS, LgINSTACT

b. Dependent Variable: LgValue

Dari hasil diatas dapat dilihat koefisien Durbin-Watson menunjukkan 2,039. Sedangkan hasil Dw berdasarkan D_{table} sebesar 1,181 dan nilai D_U sebesar 1,650. Disimpulkan nilai Durbin Watson (2,039) lebih besar daripada nilai D_U (1,650) sehingga tidak terjadi autokorelasi.

d. Heterokodektisitas

Pengujian asumsi klasik terakhir adalah heterokodektisitas. Pengujian dengan melihat penyebaran data pada grafik scatter plot.



Gambar IV.1
Gambar Hasil Pengujian Heterokodektisitas

Pada grafik di atas terlihat titik-titik yang ada tersebar secara merata tidak terkumpul pada 1 tempat saja sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat heterokodektisitas.

D. Pengujian Hipotesis

Pengujian Hipotesis menggunakan uji regresi berganda dengan data yang sudah dinormalkan. Pengujian pengaruh kepemilikan institusional mayoritas, kepemilikan institusional minoritas dan kepemilikan publik terhadap nilai perusahaan.

Dilakukan secara simultan dengan tingkat signifikansi 0,05 atau 95%. Hasil yang didapatkan adalah

Tabel IV.6
Hasil Uji Secara Simultan (Uji F)

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,650 ^a	,423	,348	,38993	2,039

a. Predictors: (Constant), LgPUBLIC, LgINSTPS, LgINSTACT

b. Dependent Variable: LgValue

Hasil output pengujian SPSS tersebut menjelaskan bahwa variable dependen dalam hal ini nilai perusahaan dapat dijelaskan sebesar 34,8% oleh variable-variabel independennya. hal itu terlihat dari nilai Adjusted R Square sebesar 0,348. Sedangkan sebesar 65,2% variable nilai perusahaan dijelaskan oleh variable lainnya.

Tabel IV.7
Hasil Uji Anova

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2,562	3	,854	5,617	,005 ^a
	Residual	3,497	23	,152		
	Total	6,059	26			

a. Predictors: (Constant), LgPUBLIC, LgINSTPS, LgINSTACT

b. Dependent Variable: LgValue

Dari hasil diatas dapat diketahui nilai F hitung adalah sebesar 5,617. Sementara dari hasil F tabel adalah sebesar 2,92

pada tingkat signifikansi 5% dan 4,51 pada tingkat signifikansi 1%. Nilai F hitung jauh lebih besar daripada F tabel sehingga dapat dinyatakan bahwa variable independen memiliki pengaruh terhadap variable dependen. Juga dilihat pada kolom sig didapatkan 0,005 berada di bawah 0,05 sehingga memang ada pengaruh variable independen terhadap variable dependen. Pada pengujian untuk tiap variable independen sebagai pengujian hipotesis didapatkan hasil sebagai berikut

Tabel IV.8
Hasil Pengujian Regresi Berganda secara parsial (Uji t)

Coefficients ^a							
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	5% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1 (Constant)	6,901	,484		14,269	,000	5,901	7,901
LgINSTAC	,176	,485	,064	,362	,721	-,828	1,179
LgINSTPS	,291	,131	,379	2,215	,037	,019	,563
LgPUBLIC	,955	,255	,703	3,745	,001	,427	1,483

a. Dependent Variable: LgValue

Dari hasil tersebut dapat disimpulkan dari ketiga variable independen yaitu kepemilikan institusional mayoritas, kepemilikan institusional minoritas, dan kepemilikan publik didapatkan hasil dengan melihat tingkat sig. dimana apabila hasil sig dibawah 0,05 maka berpengaruh secara signifikan. Disimpulkan bahwa kepemilikan institusional minoritas dan kepemilikan public memberikan pengaruh yang signifikan pada nilai perusahaan, nilai sig adalah 0,037 dan 0,001 berada di bawah 0,05. Hal tersebut

sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sudarma (2004) yang menyatakan bertambahnya kepemilikan public dan kepemilikan institusional minoritas akan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian Brickley *et.al* (1988) dan Navissi and Naiker (2006) dimana dihasilkan pengaruh positif dari kepemilikan public dan kepemilikan institusional minoritas yang lebih menekankan pada upaya aktif mereka memperkuat voting sebagai upaya pencegahan pengambil alihan oleh kepemilikan institusional yang lebih dominan.

Sedangkan untuk kepemilikan institusional mayoritas didapatkan hasil sig sebesar 0,721 yang berarti kepemilikan institusional mayoritas tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal itu sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Arsiah dalam Utama (2005) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional mayoritas tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini mempertegas hasil penelitian tersebut, walaupun tidak sejalan dengan penelitian Setiawan (2005) dan Sudarma (2004) yang menyatakan kepemilikan institusional mayoritas berpengaruh signifikan negative terhadap nilai perusahaan yang sejalan dengan penelitian Pound (1988). Ataupun tidak sejalan dengan penelitian Brickley *et.al* (1988) yang menyatakan kepemilikan institusional mayoritas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan lebih dikarenakan perilaku aktif

sebagai tindakan pencegahan pengambilalihan, maupun penelitian Navissi and Naiker (2006) yang menyatakan hal yang sama.

Setelah dilakukan pengujian terhadap kepemilikan institusional mayoritas, kepemilikan institusional minoritas, dan kepemilikan publik. Dilakukan pengujian dengan melibatkan variabel kontrol berupa ukuran perusahaan. Hasil pengujian adalah sebagai berikut :

Tabel IV.9

Hasil Pengujian dengan Variabel Kontrol

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,754 ^a	,568	,490	,34488

a. Predictors: (Constant), size, LgINSTPS, LgINSTACT, LgPUBLIC

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3,442	4	,861	7,235	,001 ^a
	Residual	2,617	22	,119		
	Total	6,059	26			

a. Predictors: (Constant), size, LgINSTPS, LgINSTACT, LgPUBLIC

b. Dependent Variable: LgValue

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	4,136	1,103		3,750	,001
LgINSTACT	,264	,430	,096	,614	,545
LgINSTPS	,255	,117	,333	2,184	,040
LgPUBLIC	,733	,240	,539	3,055	,006
size	,178	,065	,418	2,720	,012

a. Dependent Variable: LgValue

Berdasarkan hasil analisa spss dengan mengikutsertakan variabel kontrol dapat disimpulkan bahwa variabel kontrol tidak memberikan pengaruh besar terhadap hasil penelitian. Ketika mengikutsertakan variabel kontrol hasil penelitian masih tetap signifikan.

Tabel IV.10
Tabel Hasil Pengujian Hipotesis

	Nilai Sig.	Kesimpulan
Kepemilikan Institusional mayoritas	0,721	H1a Ditolak
Kepemilikan institusional minoritas	0,037	H1b diterima
Kepemilikan publik	0,001	H2 Diterima

Tabel di atas menyatakan bahwa berdasarkan hasil pengujian yang dilakukan didapatkan hasil bahwa kepemilikan institusional mayoritas tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal itu sejalan dengan penelitian Arsajah dalam Utama (2005) dan bertentangan dengan penelitian Navissi dan Naiker

(2006). Hal tersebut bisa terjadi karena kepemilikan institusional mayoritas di Indonesia cenderung melakukan kompromi dengan kebijakan manajemen atau kebijakan perusahaan. Peranan kepemilikan institusional mayoritas terhadap perubahan nilai perusahaan tidak signifikan karena cenderung pasif dan menjaga posisi di dalam perusahaan.

Kepemilikan institusional minoritas berdasarkan hasil penelitian berpengaruh signifikan, hal tersebut dikarenakan kepemilikan institusional minoritas seringkali secara aktif melakukan negosiasi dengan kepemilikan public maupun kepemilikan institusional mayoritas untuk menjaga keberadaan mereka, terutama mengamankan dari kemungkinan adanya *take-over* yang mungkin terjadi. Kepemilikan institusional minoritas bisa meminjam kekuatan voting kepemilikan institusional mayoritas, kepemilikan institusional mayoritas akan berpihak karena melihat keuntungan jangka pendek yang ditawarkan kepemilikan institusional minoritas.

Kepemilikan publik memberikan pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, sesuai dengan penelitian Navissi dan Naiker (2006). Keberadaan kepemilikan publik mendorong perusahaan untuk lebih terbuka, memberikan akses terhadap masyarakat luas sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Kepemilikan publik juga mendorong pengawasan secara lebih

mendetail dan ketat, menjaga tindakan yang mampu merugikan baik kepemilikan institusional ataupun kepemilikan publik sendiri.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Kesimpulan dari penelitian ini akan menjelaskan secara singkat dari hasil pengolahan data dan hasil dari penelitian. Tujuan dari penelitian ini adalah mengetahui adanya pengaruh kepemilikan institusional baik mayoritas maupun minoritas dan kepemilikan publik terhadap nilai perusahaan. Pengujian dengan melakukan analisis secara regresi didapatkan hasil mengenai pengaruh variabel independen yang terdiri dari kepemilikan institusional mayoritas, kepemilikan institusional minoritas, dan kepemilikan publik terhadap nilai perusahaan sebagai variabel dependen.

1. Berdasarkan hasil uji normalitas data pertama didapatkan bahwa nilai residual tidak normal nilai test normalitas sebesar 0,000 sedangkan data normal nilainya harus diatas 0,05. Dari hasil diatas maka variabel di *transformasi* dengan me-log. kan data sehingga di dapatkan hasil setelahnya data telah terdistribusi secara normal. Hal itu setelah nilai hasil uji normalitas sebesar 0,200.
2. Pengujian asumsi klasik meliputi pengujian multikolinearitas, autoregresi dan heterokodektisitas didapatkan hasil bahwa ketiga uji asumsi klasik tidak terpenuhi sehingga dapat dilakukan analisis selanjutnya.

3. Pengujian regresi berganda untuk menentukan tingkat pengaruh. Didapatkan hasil bahwa secara simultan kepemilikan institusional mayoritas, kepemilikan institusional minoritas, dan kepemilikan publik berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal itu terlihat dari tingkat signifikansi 0,005 dan nilai F hitung yang jauh lebih tinggi daripada nilai F tabel ($5,617 > 2,92$) pada tingkat signifikansi 95%
4. Pengujian parsial tiap variable didapatkan hasil untuk tiap variable independen yang berbeda. Kepemilikan institusional mayoritas tidak berpengaruh secara signifikan hal itu sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Arshja dalam Utama (2005). Sedangkan kepemilikan institusional minoritas dan kepemilikan institusional publik berpengaruh secara *positif* signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian Sudarma (2004) dan Navissi and Naiker (2006) yang menyatakan kepemilikan institusional minoritas dan kepemilikan public berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

B. Keterbatasan

Penelitian ini menghadapi beberapa keterbatasan yang harus dihadapi. Beberapa hal tersebut tidak berpengaruh secara besar terhadap hasil penelitian, walaupun beberapa keterbatasan masih memberikan hambatan dalam penelitian ini.

1. Keterbatasan dalam jumlah perusahaan yang diteliti mengingat batasan yang diberikan mengenai adanya kepemilikan institusional mayoritas, kepemilikan institusional minoritas dan kepemilikan publik. Dalam hal ini karakteristik perusahaan di Indonesia yang cenderung tidak memberikan laporan secara utuh terutama mengenai kepemilikan mereduksi sampel yang dapat diambil.
2. Terdapatnya jenis tipe kepemilikan lain yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan keluarga yang tidak secara jauh diteliti dalam hal ini memungkinkan tidak member gambaran utuh terhadap seluruh tipe kepemilikan yang ada di Indonesia.
3. Penggunaan data tahun 2008 harus dikaji lebih lanjut karena berhubungan dengan kondisi perekonomian terutama dalam hal pasar saham yang selama tahun 2008 sempat mengalami krisis *financial* yang cukup memukul. Hal itu mengakibatkan penurunan pada beberapa jenis perusahaan terutama yang memiliki keterkaitan langsung dengan kepemilikan institusi asing.

C. Implikasi

Berdasarkan hasil yang didapatkan dari penelitian ini, beberapa hasilnya dapat dipergunakan dalam memepertimbangkan kemungkinan investasi yang dilakukan oleh investor. Untuk perusahaan di Indonesia dengan mempertimbangkan hasil penelitian ini penanaman investasi ataupun pembelian saham lebih disarankan terhadap perusahaan di yang memiliki kepemilikan publik. Hal itu dikarenakan kepemilikan publik

akan mendorong perusahaan untuk lebih terbuka dalam setiap langkah, sehingga publik akan mengetahui kondisi perusahaan dan terdapat perasaan aman dan terjamin terhadap investasi yang dilakukan. Kepemilikan institusional minoritas juga menjadi salah satu pertimbangan mengingat kepemilikan institusional minoritas memiliki sikap yang cukup reaktif terhadap hal-hal yang mungkin berbahaya bagi mereka seperti kemungkinan *take-over*. Dengan demikian akan lebih menjamin keberadaan posisi pemegang saham institusional minoritas dan publik untuk dilibatkan dalam pengambilan keputusan perusahaan.

Sementara bagi dunia akademis penelitian ini dimungkinkan menjadi salah satu acuan ketika mempelajari pola struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia, terlebih mengenai perilaku berbeda yang dimunculkan pemegang saham institusional mayoritas yang cenderung pasif sehingga tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan sedangkan kepemilikan institusional minoritas yang cenderung aktif untuk mengamankan posisinya dan kepemilikan publik yang mendorong perusahaan lebih terbuka sehingga menaikkan nilai perusahaan.

D. Saran

Setelah mendapatkan hasil dan mempertimbangkan keterbatasan penelitian yang ada penyusun memberikan saran terkait dengan penelitian mengenai struktur perusahaan.

1. Penelitian ini hendaknya dilanjutkan untuk jenis kepemilikan yang lain yaitu kepemilikan keluarga dan kepemilikan manajerial. Khusus untuk kepemilikan keluarga hal tersebut cukup potensial mengingat banyaknya keluarga tertentu di Indonesia yang memberikan pengaruh terhadap beberapa perusahaan di Indonesia.
2. Dalam penelitian lanjutan dapat lebih dilakukan pemilihan tahun yang tepat dengan menghindari tahun dengan kondisi tertentu yang dimungkinkan mempengaruhi hasil penelitian.
3. Perbandingan nilai perusahaan pasca pengambilalihan posisi kepemilikan institusional mayoritas dan sebelum pengambilalihan dapat menjadi sebuah hal yang diteliti mengenai perubahan nilai perusahaan.
4. Penelitian secara lebih mendalam tentang kepemilikan institusional asing kemudian membandingkan pengaruhnya terhadap kepemilikan institusi dalam negeri perlu dikaji lebih lanjut mengenai pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmed, A. S., R. M. Morton, dan T. F. Schaefer. 2000. "Accounting Conservatism and the Valuation of Accounting Numbers: Evidence on the Feltham-Ohlson (1996) Model". *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 15 (3): 271—292
- Almeida, H., Wolfenzon, D. 2004. A theory of pyramidal ownership and family business groups, *unpublished working paper*. New York University
- Andres, Christian. 2008. Large shareholders and firm performance – An empirical examination of founding family-ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14: 431-445
- Becht, Marco, Bolton, Patrick and Röell, Ailsa A. 2002. Corporate Governance and Contro. *ECGI - Finance Working Paper*, 02
- Berle, A.A., Jr. and Means, G.C. 1932. The Modern Corporation and Private Property, *Macmillan*.
- Brigham, Eugene A and F. Houston, Joel. 2004. *Fundamental of Financial Management*. 10th edition. South-Western
- Byrne, N. 1996. Finance's Info-Tech Revolution-Special Report. *Business Week* : 129-38.
- Crystal, G. 1991. In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives, *W.W. Norton Company*
- Demsetz, Harold. 1983. The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26 : 375 – 390
- Demsetz, Harold and Villalonga Belen. 2001. Ownership Structure and Corporate Performance, *Journal of Corporate Finance*, 7:209-233
- Djarwanto. 2001. *Statistik Sosial Ekonomi*. Yogyakarta : BPFE
- Eisenhardt, Kathleen M. 1989. Building Theories From Case Study Research, *The Academy of Management Review*, 14 : 532 – 550
- Gallagher, Timothy. J. and Andrew, Joseph D. 2000. *Financial Management*. Prentice Hill
- Gujarati, Damodar N. 2009. *Dasar-Dasar Ekonometrika*. Jakarta : Erlangga
- Hartono. 2008. *SPSS 16.0 Analisis Data Statistika dan Penelitian*. Yogyakarta : Pustaka Pelajar.
- Holderness, G and Clifford. 2003. A Survey of Blockholder and Corporate control, *FEBNY Economic Policy Review*, 51-64
- Jensen , Michael C. 1993. 'The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems,' *The Journal of Finance*

- Jensen, Michael C. and Meckling, William H. 1976 . Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Jiambalvo, J., Rajgopal, S., Venkatachalam, M. 2002. Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings, *Contemporary Accounting Research*, 19 : 117-45
- McConnell, John J. and Servaes, Henri. 1990. "Additional evidence on equity ownership and corporate value," *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 27(2), pages 595-612
- Mehran, Hamid. 1995. Executive compensation structure, ownership, and firm performance, *Journal of Financial Economics*, 38(2) : 163-184
- Morel, M. 2003. "Endogenous Parameter Time Series Estimation of the Ohlson Model: Linear and Nonlinear Analysis". *Journal of Business Finance & Accounting* 30 (9-10): 1341-1362
- Morck, Randall; Shleifer, Andrei; and Vishny, Robert W. 1988. Management ownership and market valuation. *Journal of Financial Economics*, 290 : 293 – 315
- Navissi, Farshid and Naiker, Vic. 2006. Institutional Ownership and Corporate Value. *Journal of Managerial Finance*, 32 : 247-256
- Pound, J. 1988. 'Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight', *Journal of Financial Economics*, 20 : 237-65
- Ryan, Lori Versteegen and Schneider, Marguerite. 2003 . Institutional Investor Power and Heterogeneity: Implications for Agency and Stakeholder Theories, *sage publication*, 398 – 429
- Shleifer, Andrei and Vishny, Robert W. 1988 . Value maximitation and the acquisition process. *Journal of Economic Perspective*, volume 2, number 1: 7-20
- Shleifer, Andrei and Vishny, Robert W. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance Volume* 52, No. 2, 1997
- Siregar, Sylvia Veronica and Utama, Sidharta. 2008. Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices : Evidence from Indonesia, *The International Journal of Accounting*, 43:1-27
- Stulz, R.M. 1988. Managerial control and voting rights: financing policies and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics*, 21 : 25-54

- Sudarma. 2004. Pengaruh kebijakan deviden, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutan, sebuah perspektif teori agensi. *Jurnalskripsi.com*
- Sundaramurthy, C., Rhoades, D. L., & Rechner. 2005. A meta-analysis of the effects of executive and institutional ownership on firm performance. *Journal of Managerial Issues*, 17(4): 494-510
- Thomsen, Steen. 2004 . Blockholder Ownership, Dividends, and Firm Value in Continental Europe, *ISNEI*, 1-37
- Vera, Antonio Miguez and Ugedo, Juan Francisco Martin 2007. Does ownership structure affect value? A panel data analysis for the Spanish market. *International Review of Financial Analysis*, 16:81-90
- Wahyudi dan Pawestri. 2003. Pengaruh struktur kepemilikan saham terhadap nilai perusahaan, *jurnalskripsi.com*
- Watson, Denzil & Head, Anthony. 2004. *Corporate Finance : Principles and Practice*. 3rd edition. Prentice Hall
- Wild, John J; Subramanyan, K. R.; and Halsey, Robert F. 2004. *Financial Statement Analysis*. 8th edition. McGraw-Hill
- Wright, Peter; Ferris, Stephen P.; Sarin, Atulya and Awasthi, Vidya. 1996. Impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk taking, *Academy of Management Journal* 39
- Xiao, Sheng (2008). How do agency cost affect firm performance? Evidence from china, *unpublished working paper*

